



Qui a le plus profité de l'adoption des IFRS en France ?

Fatima Baalbaki Shibly, Pascal Dumontier

► To cite this version:

Fatima Baalbaki Shibly, Pascal Dumontier. Qui a le plus profité de l'adoption des IFRS en France ?. 2014, 21 p. halshs-01181221

HAL Id: halshs-01181221

<https://shs.hal.science/halshs-01181221>

Submitted on 30 Jul 2015

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



Centre d'Etudes et de Recherches Appliquées à la Gestion_ U.M.R. C.N.R.S. 5820

CAHIER DE RECHERCHE n°2014-05 E2

Fatima Baalbaki Shibly

Univ. Grenoble Alpes – EDSG, Grenoble, France

CNRS – CERAG, Grenoble, France

fatima.shibly@upmf-grenoble.fr

Pascal Dumontier

Univ. Grenoble Alpes – IAE, Grenoble, France

CNRS – CERAG, Grenoble, France

pascal.dumontier@iae-grenoble.fr



Unité Mixte de Recherche CNRS / Université Pierre Mendès France Grenoble 2
150 rue de la Chimie – BP 47 – 38040 GRENOBLE cedex 9
Tél. : 04 76 63 53 81 Fax : 04 76 54 60 68



Qui a le plus profité de l'adoption des IFRS en France ?

Fatima Baalbaki Shibly

Univ. Grenoble Alpes – EDSG, Grenoble, France

CNRS – CERAG, Grenoble, France

fatima.shibly@upmf-grenoble.fr

Pascal Dumontier

Univ. Grenoble Alpes – IAE, Grenoble, France

CNRS – CERAG, Grenoble, France

pascal.dumontier@iae-grenoble.fr

Cette étude a bénéficié du soutien du Conseil Supérieur de l'Ordre des Experts Comptables qui a financé la recherche doctorale de Fatima Baalbaki Shibly. Les auteurs remercient le CSOEC de ce soutien.

Résumé

Les études des effets de l'adoption obligatoires des IFRS sont nombreuses. Elles ne montrent pas toutes une amélioration significative de la qualité de l'information comptable. En revanche, elles s'accordent à reconnaître les bienfaits de cette adoption pour les investisseurs (meilleure liquidité des titres et réduction de l'asymétrie informationnelle) et pour les entreprises (réduction du coût de leur capital). Les effets mis en évidence par ces études ne sont toutefois que des effets moyens, aucune étude n'ayant considéré les caractéristiques de l'entreprise. L'étude que nous proposons vise à combler cette lacune. Elle montre que toutes les entreprises n'ont pas identiquement bénéficié de l'adoption des IFRS. Se focalisant sur l'asymétrie d'information qui caractérise l'entreprise, variable clé puisque les IFRS visent à accroître la transparence des firmes et par conséquent réduire leur déficit informationnel, l'étude montre que les entreprises qui ont bénéficié des IFRS sont celles qui divulguent le plus sur une base volontaire et celles qui sont le plus activement suivies par les analystes financiers. Les firmes peu suivies et celles qui divulguent peu ont été pénalisées par l'adoption des nouvelles normes. Les entreprises présentant les actifs et les activités les plus complexes, et donc les plus difficiles à décrire au moyen de l'information comptable, ont également tiré avantage de l'adoption des IFRS. Enfin, les entreprises qui souffraient du plus fort déficit informationnel ont vu ce déficit s'accroître suite à cette adoption. En revanche, et paradoxalement, les entreprises qui avaient le moins à gagner de l'adoption des IFRS du fait d'un faible déficit informationnel ont vu ce déficit se réduire un peu plus.

1. Introduction

Les études dédiées aux effets des IFRS se sont limitées à montrer que l'objectif visé par le normalisateur était globalement atteint. L'adoption des IFRS a réduit l'asymétrie informationnelle et accru la transparence des entreprises qui les ont adoptées. Aucune étude n'a tenté de déterminer si ces effets bénéfiques étaient généralisés, si toutes les entreprises avaient identiquement profité de l'adoption des nouvelles normes. Les quelques analyses des déterminants des effets des IFRS se sont systématiquement focalisées sur des caractéristiques propres aux pays qui les ont adoptés. Ces analyses ont principalement montré que les IFRS ont été d'autant plus bénéfiques que leur adoption constituait une innovation significative par rapport aux normes comptables nationales antérieurement en vigueur. Elles ont aussi montré que les avantages tirés des IFRS ont été plus importants dans les pays les mieux en mesure de faire respecter leur réglementation, notamment leur réglementation financière.

Cet article propose une analyse théorique des caractéristiques de l'entreprise susceptibles d'influencer les avantages tirés de l'adoption des IFRS. Il propose aussi une étude empirique visant à valider, sur un échantillon représentatif d'entreprises françaises, l'impact de ces caractéristiques. Les résultats montrent que, comme nous l'anticipions, toutes les entreprises n'ont pas bénéficié de l'adoption des IFRS. Certaines ont même été pénalisées par cette adoption. La section suivante décrit rapidement les études sur les conséquences des IFRS. La troisième section définit les caractéristiques des entreprises susceptibles d'influencer l'avantage qu'elles ont tiré de l'adoption des IFRS. La quatrième section présente l'échantillon et la méthodologie. La cinquième section commente les résultats obtenus. La dernière section conclut l'article.

2. Les entreprises ont-elles bénéficié de l'adoption des IFRS ?

L'adoption généralisée des IFRS devait accroître la transparence des entreprises qui les adoptaient et, de ce fait, réduire le coût de leur financement. L'adoption des IFRS était en effet censée améliorer la qualité de l'information comptable, ce qui devait réduire l'asymétrie d'information caractérisant la firme et corollairement accroître la liquidité de ses titres si ceux-ci étaient cotés. La réduction de l'asymétrie informationnelle et l'accroissement de la liquidité entraînent mécaniquement une baisse du coût de financement de l'entreprise, de ses fonds propres comme de ses fonds empruntés. Les études visant à apprécier les bienfaits des IFRS se sont donc attachées à montrer l'impact de leur adoption sur la qualité des données comptables, sur l'asymétrie d'information et la liquidité des titres, et sur le coût du capital des firmes qui les ont adoptées. Il ne s'agit pas de se livrer ici à une analyse critique de ces études. Plusieurs articles y sont déjà consacrés. Le lecteur intéressé pourra utilement se reporter à Brüggemann et al. (2013). Il s'agit de présenter le contexte dans lequel nous situons notamment afin d'illustrer la contribution de cette recherche.

Les études dédiées aux effets des IFRS se distinguent selon qu'elles portent sur des entreprises qui ont volontairement adopté ces normes avant que leur application ne soit imposée ou sur des entreprises qui ne les ont appliquées qu'à partir du moment où leur adoption était devenue obligatoire. Nous n'évoquerons pas les premières, celles relatives aux adoptions volontaires, d'une part par manque de place, d'autre part parce qu'elles sont victimes d'un fort biais de sélection. Il apparaît en effet qu'une entreprise n'adopte pas prématurément de nouvelles normes comptables, alors qu'elle n'y est pas obligée, si elle n'est pas fortement incitée à le faire. Les entreprises qui ont adopté les IFRS par anticipation s'attendaient donc probablement à ce que cette adoption leur soit tout particulièrement bénéfique. C'est ce que montre la recherche. Les entreprises qui ont anticipé l'adoption des IFRS ont amplement bénéficié de cette adoption. Les études dédiées aux adoptions

obligatoires offrent des résultats plus contrastés, mais moins sujets à caution car ils ne sont pas pollués par d'éventuels biais d'endogénéité. En effet, si on se limite au cas de l'Union Européenne par exemple, les entreprises ont obligatoirement dû adopter les IFRS à compter de 2005, quelles que soient leurs caractéristiques intrinsèques. La décision d'adoption à cette date ne peut donc pas être imputée à certaines de ces caractéristiques.

Les études de l'impact de l'adoption obligatoire des IFRS sur la qualité de la production comptable se sont surtout focalisées sur la gestion des données comptables. Sur un échantillon de firmes australiennes, britanniques et françaises, Jeanjean et Stolowy (2008) ne constatent aucun progrès en la matière. Il semble même que l'introduction des IFRS a conduit les entreprises françaises à intensifier la gestion de leur résultat. Retenant un échantillon plus conséquent et d'autres mesures de la gestion comptable, Ahmed et al. (2013) parviennent aux mêmes conclusions. Yip et Young (2012) et Kvall et Nobes (2012) montrent que l'adoption des IFRS a toutefois accru la comparabilité de l'information produite, facilitant ainsi l'interprétation des chiffres comptables. Verriest et al. (2013) montrent que la conformité aux nouvelles règles et la qualité des données comptables qui en découle n'est pas uniforme. Elle varie d'une firme à l'autre, en fonction de l'efficacité des mécanismes de gouvernance en place. Landsman et al. (2012) constatent quant à eux de plus fortes réactions boursières à l'annonce des résultats comptables depuis l'adoption des IFRS. La plus forte intensité des réactions boursières suggère que les résultats résultant de l'application des IFRS sont plus informatifs, et par conséquent plus utiles à l'investisseur, que les résultats découlant de l'application de normes locales.

Si la recherche ne montre pas systématiquement un accroissement de la qualité de l'information comptable suite à l'adoption obligatoire des IFRS, elle montre paradoxalement un accroissement systématique de la liquidité des titres des firmes qui les ont adoptés, celles-ci ayant par ailleurs

réduit le coût de leur financement et l'asymétrie informationnelle qui les caractérise. A partir d'un large échantillon de 26 115 entreprises domiciliées dans 51 pays, Daske et al. (2008) montrent que l'accroissement de la liquidité résultant de l'adoption obligatoire des IFRS est la plus forte dans les pays où le respect de la réglementation est généralement le plus contraint, si bien que la conformité aux IFRS y est probablement la plus forte. Tan et al. (2011), Byard et al. (2012) et Horton et al. (2013) mettent en évidence une nette réduction de l'asymétrie informationnelle. L'adoption obligatoire des IFRS a en effet permis aux analystes financiers d'améliorer leurs prévisions de résultat, ce qui suggère que la qualité de l'information sur laquelle ils fondent ces prévisions s'est améliorée. Les analystes étrangers ont plus bénéficié de l'introduction des IFRS que les analystes nationaux, probablement à cause de l'homogénéité des pratiques et l'uniformité des données comptables qui en découlent. Bien que la finalité ultime des IFRS soit de permettre aux entreprises de se financer à moindre coût, par le biais d'une réduction de la prime d'opacité qu'exigent les investisseurs, les études dédiées à l'impact des IFRS sur le coût du capital des firmes sont les moins nombreuses. Ceci vient de la lourdeur et de la vulnérabilité des méthodologies mobilisées pour isoler les variations du coût du capital imputables à un événement déterminé. A partir du large échantillon mentionné précédemment, Daske et al. (2008) montrent que l'adoption des IFRS s'est traduite par un effet moyen fort modeste sur le coût du capital des entreprises concernées. Li (2010) constate que cet effet est d'autant plus fort que les normes comptables nationales préalablement en vigueur divergeaient fortement des IFRS.

Les études dédiées aux conséquences de l'adoption des IFRS se sont toutes intéressées aux effets moyens des IFRS, sans considérer que certaines firmes pouvaient avoir plus bénéficié que d'autres de l'adoption des IFRS. Les spécificités parfois prises en compte par la recherche pour différencier ces effets ne sont pas propres aux firmes, mais aux pays étudiés. Il s'agit d'une part des contraintes en matière de respect de la réglementation et, d'autre part, du degré de divergence entre normes comptables locales et IFRS. L'adoption des IFRS visant à améliorer la qualité de l'information dont

dispose les investisseurs, nous postulons que l'effet des IFRS sur le coût du capital des entreprises, sur la liquidité de leur titre ou sur l'asymétrie informationnelle qui les caractérise est d'autant plus fort que la qualité de l'information divulguée s'est fortement accrue suite à l'adoption des nouvelles normes. Nous considérons que l'opportunité des IFRS ne peut pas être uniquement appréhendée par l'effet moyen de leur adoption. Cet effet n'étant pas identique pour toutes les entreprises, il convient d'identifier aussi celles qui en ont le plus profité. Nous les qualifions de 'gagnantes'. Ce sont elles dont le normalisateur devra être le plus soucieux dans son processus d'élaboration de nouvelles normes. Afin de guider pleinement le normalisateur, il convient aussi de déterminer l'ampleur de l'avantage marginal dont les 'gagnantes' ont bénéficié. La prochaine section décrit les hypothèses de l'étude et les variables retenues pour caractériser ces 'gagnantes'.

3. Hypothèses et variables caractérisant les bénéficiaires des IFRS

Nous proposons de montrer ici que la taille de l'entreprise, l'intensité de son suivi par les analystes financiers, le ratio de capitalisation de ses fonds propres et l'asymétrie informationnelle structurelle qui la caractérisait avant l'usage des IFRS sont quatre facteurs susceptibles d'expliquer les avantages tirés de l'adoption de ces normes.

Notre étude repose sur un postulat simple. Les entreprises qui ont le plus bénéficié des IFRS sont celles pour lesquelles la qualité de l'information disponible, notamment celle traitée par l'investisseur, a le plus augmenté du fait de l'adoption des IFRS. La nature de l'information relative à la firme est triple. Il s'agit d'abord de l'information comptable que l'entreprise doit obligatoirement produire régulièrement. Les modalités de sa production et la fréquence de sa diffusion sont contraintes. Il s'agit aussi de l'information additionnelle que l'entreprise diffuse librement en recourant aux divers supports qui s'offrent à elle : communiqués de presse, sites web, conférences

téléphoniques ou réunions avec les analystes financiers etc. Il s'agit enfin de l'information sur la firme ou son environnement émanant de tiers, notamment d'analystes financiers. L'information comptable est d'autant plus utile, notamment pour l'investisseur, que l'information volontaire émanant de l'entreprise ou de tiers est inexistante ou limitée. N'ayant aucun substitut, les données comptables sont alors essentielles pour appréhender la situation de l'entreprise. On peut par conséquent s'attendre à ce que les IFRS procurent des avantages d'autant plus marqués que l'information autre que comptable est limitée. Toutefois, si l'on considère que l'information émanant de la firme ou de tiers vise à mieux comprendre l'information comptable, à la mettre en perspective, on peut s'attendre à un effet d'autant moindre des IFRS que l'information autre que comptable est rare.

Les firmes de grande taille divulguent systématiquement plus d'informations volontaires que les firmes de petite taille parce que le coût des divulgations diminue avec la taille de l'entreprise mais aussi parce que, du fait de la diversité et de l'évolution croissante de leurs activités, elles se doivent de légitimer leurs choix managériaux. Les études relatives aux déterminants des divulgations volontaires, recensées avec exhaustivité par Ahmed et Courtis (1999), montrent toutes une corrélation positive entre la taille de l'entreprise et l'ampleur de ses divulgations volontaires. Par ailleurs, les analystes financiers sont les principaux vecteurs d'information sur la firme ou son environnement. L'information autre que comptable émanant essentiellement de grandes firmes ou de firmes très suivies par les analystes, on peut s'attendre à ce que la taille de l'entreprise et le nombre des analystes qui émettent des prévisions ou recommandations sur la firme soient deux déterminants forts des avantages tirés de l'adoption des IFRS, en particulier en termes de liquidité, d'asymétrie d'information ou de coût du capital. Ces avantages sont censés augmenter avec la taille de l'entreprise ou le suivi des analystes si l'information produite permet de mieux comprendre les données comptables, s'il y a complémentarité entre l'information autre que comptable et les

données comptables. Ils sont censés diminuer avec la taille de l'entreprise ou le suivi des analystes s'il y a redondance.

Outre la taille de l'entreprise et le suivi des analystes, la capacité des données comptables à refléter fidèlement la réalité économique de l'entreprise est elle aussi susceptible d'affecter les avantages tirés de l'adoption des IFRS. L'écart entre la valeur boursière et la valeur comptable des fonds propres reflète l'écart entre la réalité économique de l'entreprise telle qu'elle est appréhendée par les investisseurs, ceux-ci intégrant dans les prix toute l'information disponible, et la traduction comptable de cette réalité. Si la comptabilité n'est pas en mesure de fournir une image fidèle de la situation des firmes complexes, l'information comptable étant moins utile lorsque la valeur boursière des fonds propres s'éloigne de leur valeur comptable, on peut s'attendre à ce que l'adoption des IFRS affecte plus fortement les firmes présentant un faible ratio de capitalisation de leurs fonds propres, celui-ci rapportant la valeur boursière à la valeur comptable des fonds propres. A contrario, on peut considérer que les entreprises dont la réalité est complexe aient tout à gagner de l'adoption d'un modèle comptable plus sophistiqué, imposant la production d'une information plus complète et plus précise. Si tel est le cas, les firmes présentant un fort ratio de capitalisation de leurs fonds propres pourraient être celles qui ont le plus profité de l'adoption des IFRS

Puisque les IFRS visent à améliorer la qualité de l'information disponible et réduire l'asymétrie informationnelle des entreprises qui les adoptent, on peut enfin s'attendre à ce que les IFRS bénéficient d'avantage aux entreprises qui étaient structurellement pénalisées par une forte asymétrie d'information avant l'adoption du nouveau référentiel comptable. La fourchette de prix, ou encore *bid-ask spread*, étant positivement influencée par le degré d'asymétrie d'information qui caractérise le titre, comme le montre notamment le modèle de Kyle (1985), on peut anticiper un

effet plus marqué de l'adoption des IFRS pour les titres qui affichaient une fourchette de prix systématiquement forte avant cette adoption.

Sur la base des analyses précédentes nous émettons quatre hypothèses. Les avantages tirés de l'adoption des IFRS, et par conséquent les conséquences de l'adoption des IFRS en termes de liquidité, d'asymétrie informationnelle ou de coût du capital, dépendent de a) la taille de l'entreprise, b) de son suivi par les analystes financiers, c) du taux de capitalisation de ses fonds propres, d) du niveau moyen de ses fourchettes de prix avant l'adoption des IFRS. Nous proposons de vérifier ces hypothèses sur un échantillon conséquent d'entreprises françaises ayant adopté les IFRS en 2005, lorsque cela devint obligatoire. La section suivante décrit l'échantillon et la méthodologie mise en œuvre à cette fin.

4. Méthodologie et échantillon

Bien que la finalité ultime des IFRS soit de permettre à l'entreprise de se financer dans de meilleures conditions, nous apprécions l'impact de l'adoption des IFRS au moyen de l'asymétrie d'information qui caractérise la firme parce que, comme nous l'expliquions précédemment, les méthodologies pour estimer le coût du capital sont fragiles et fort contraignantes en termes de disponibilité de données. Elles nous conduiraient notamment à éliminer de l'échantillon toutes les petites firmes peu suivies par les analystes, ce qui serait contreproductif compte tenu de l'objectif de l'étude. Pour déterminer si l'adoption des IFRS a affecté différemment l'entreprise selon qu'elle est petite ou grande, peu suivie ou très suivie par les analystes, à fort ou faible ratio de capitalisation de ses fonds propres, à fort ou faible déficit informationnel avant l'adoption des IFRS, nous nous appuyons sur le modèle économétrique suivant :

$$Ln(BAS) = \alpha_0 + \alpha_1 Type + \alpha_2 Post + \alpha_3 Post \times Type + \sum \beta_j Controls_j + \sum \gamma_k FE_k + \varepsilon$$

L'asymétrie d'information est appréciée par le biais de la fourchette de prix (*bid-ask spread*), l'écart entre le prix acheteur le plus élevé et le prix vendeur le plus bas. Cet écart, qui est d'autant plus grand que l'incertitude sur la 'vraie valeur' du titre est grande, est normé par la moyenne du prix acheteur et du prix vendeur. La fourchette de l'action i le jour d du trimestre q [BAS_{idq}] est calculée ainsi :

$$BAS_{idq} = \frac{Ask_{idq} - Bid_{idq}}{\frac{(Ask_{idq} + Bid_{idq})}{2}}$$

où Ask_{idq} est le meilleur prix acheteur, Bid_{idq} le meilleur prix vendeur, de l'action i le jour d du trimestre q . Pour chaque firme de l'échantillon nous retenons le logarithme népérien de la fourchette médiane du trimestre comme mesure de l'asymétrie d'information pour le trimestre concerné¹. *Type* est une variable muette qui vaut 1 si la firme est petite, peu suivie par les analystes, capitalisant faiblement ses fonds propres comptables, ou victime d'un fort déficit informationnel avant l'adoption des IFRS. *Type* vaut 0 dans le cas contraire. La valeur de *Type* est déterminée à partir de la valeur médiane de la variable considérée. *Post* est une variable muette qui vaut 0 ou 1 selon que la liquidité est mesurée avant ou après l'adoption des IFRS. *Post* × *Type* mesure l'interaction entre les variables *Post* et *Type*. Au nombre de trois, les variables de contrôle [*Controls_j*] visent à appréhender l'effet des autres déterminants de la fourchette de prix. Il s'agit du logarithme népérien de la capitalisation boursière de l'entreprise [*LnCap*], du nombre de titres échangés normé par le nombre de titres en circulation [*Rot*], de l'écart type des rentabilités boursières quotidiennes estimé sur une période de trois mois [$\sigma(R)$]. Pour une firme donnée et un trimestre donné, on associe à chaque fourchette la variable de contrôle relative à la même firme et au même trimestre de l'année

¹ Soulignons que la fourchette de prix est affectée à la fois par l'asymétrie informationnelle et par la liquidité du titre. Elle capte donc ces deux dimensions qui sont identiquement utiles pour apprécier les avantages résultant de l'adoption des IFRS.

précédente. Les effets fixes $[FE_k]$ visent à capter les effets de variables inobservées potentiellement corrélées avec les régresseurs. Il s'agit ici d'effets relatifs aux secteurs d'une part et aux trimestres d'autre part, le premier trimestre étant celui qui suit la publication des données comptables, le quatrième celui qui précède leur publication. Il est en effet possible que l'ampleur des fourchettes varie d'un secteur d'activité à l'autre pour des raisons autres que celles captées par les variables de contrôle. Ce raisonnement vaut aussi pour la chronologie des trimestres.

Pour illustrer l'interprétation des coefficients α_j , les coefficients d'intérêt eu égard à la problématique de l'étude, considérons le cas où la variable *Type* appréhende la taille de la firme. *Type* vaut alors 1 si la firme est petite, 0 si elle est grande. Dans ce contexte, α_0 mesure l'asymétrie informationnelle moyenne des titres de type 0, donc des grandes firmes, avant l'adoption des IFRS. α_1 appréhende l'effet d'être de type 1, donc de petite taille, sur l'asymétrie informationnelle avant l'adoption des IFRS. α_2 capte l'effet de l'adoption des IFRS sur les firmes de type 0, donc de grande taille. α_3 capte l'effet de l'adoption des IFRS propres aux firmes de type 1, donc de petite taille. Ce coefficient est nul si l'adoption des IFRS affecte identiquement petites et grandes firmes².

L'échantillon comprend toutes les entreprises françaises cotées en bourse qui ont adopté les IFRS en 2004 ou 2005 pour lesquelles les données nécessaires à l'étude sont disponibles dans les bases de données *Thomson Financial* et *Datastream*. Le fait de ne retenir que les adoptions obligatoires, les adoptions antérieures à 2004 ayant été ignorées, permet d'éviter les biais d'échantillonnage mentionnés précédemment. Le fait de ne retenir qu'un seul pays, en l'occurrence la France, permet d'ignorer les facteurs nationaux susceptibles d'influencer l'impact des IFRS sur les données

² Puisque nous analysons l'impact respectif des IFRS sur deux groupes d'entreprises (les grandes et les petites, les très suivies et les peu suivies, celles qui capitalisent faiblement et celles qui capitalisent fortement leurs fonds propres comptables, celles qui souffrent d'un fort déficit informationnel et celles qui souffrent d'un moindre déficit), chaque groupe constitue le référentiel de l'autre. Il n'est donc pas utile de calculer des différences de différences en retenant un échantillon témoin d'entreprises n'ayant pas adopté les IFRS durant la période étudiée.

boursières : les mécanismes garantissant le respect de la réglementation d'une part et le degré de divergence entre IFRS et normes comptables locales d'autre part. L'étude couvre une période allant du 1^{er} janvier 2002 au 31 mars 2008. Il n'est en effet pas souhaitable d'étendre cette période au-delà du premier trimestre 2008 d'une part parce que la crise financière de 2008 a fortement affecté les données traitées, d'autre part parce que l'adoption à cette époque de nouvelles directives européennes visant à accroître la transparence des sociétés cotées est susceptible d'affecter les résultats et de biaiser les conclusions. Au total, l'échantillon comprend 522 entreprises et 12 523 observations trimestrielles. Les statistiques descriptives des variables étudiées apparaissent dans le tableau 1.

Tableau 1 – Statistiques descriptives des variables étudiées

Variables	Moyenne	Médiane	Ecart type
Fourchette de prix	0,016	0,041	0,064
Capitalisation boursière	73,13	1797,93	6817,26
Volumes échangés	0,000	0,001	0,003
Ecart type des rentabilités	0,027	0,034	0,022

Ces statistiques portent sur 12 523 observations. La fourchette de prix est l'écart entre le meilleur cours acheteur et le meilleur cours vendeur normé par le cours moyen. La capitalisation boursière est en millions d'euros. Les volumes échangés sont quotidiens. Ils sont normés par le nombre de titres en circulation. L'écart type des rentabilités est quotidien. Il est estimé sur une période de trois mois.

5. Les caractéristiques des entreprises françaises qui ont le plus bénéficié des IFRS

Les résultats des modèles de régression apparaissent dans chacune des quatre colonnes du tableau

2. Les coefficients de régression sont statistiquement significatifs au seuil de 1% si la valeur absolue du test T donnée entre parenthèses est supérieure à 2,576 (1,96 pour un seuil de 5%).

Tableau 2 – Impact des caractéristiques des firmes sur les avantages informationnels tirés de l'adoption des IFRS

$$\ln(BAS) = \alpha_0 + \alpha_1 Type + \alpha_2 Post + \alpha_3 Post \times Type + \beta_1 \ln Cap + \beta_2 Rot + \beta_3 \sigma(R) + \text{effets fixes} + \varepsilon$$

	Taille	Suivi des analystes	Capitalisation des fonds propres	Déficit informationnel
α_0	-2,566 (-13,16)	-2,585 (-7,18)	-2,616 (-7,87)	-2,840 (-14,27)
α_1	-0,054 (-0,58)	-0,003 (-0,06)	-0,032 (-0,84)	-0,971 (-13,95)
α_2	-0,104 (-2,49)	-0,174 (-5,26)	-0,072 (-2,84)	0,136 (6,24)
α_3	0,225 (4,47)	0,273 (6,51)	0,113 (3,93)	-0,211 (-3,81)
β_1	-0,399 (-31,86)	-0,390 (-39,10)	-0,397 (-52,74)	-0,314 (-31,67)
β_2	-0,241 (-12,00)	-0,234 (-11,98)	-0,240 (-12,57)	-0,195 (-14,00)
β_3	0,446 (11,13)	0,446 (9,61)	0,439 (8,28)	0,215 (6,90)
Effets fixes	secteurs, trimestres	secteurs, trimestres	secteurs, trimestres	secteurs, trimestres
R2	0,78	0,78	0,78	0,85
Nombre d'observations	10 878	10 878	9 598	13 878

$\ln(BAS)$ mesure le logarithme népérien de la fourchette de prix trimestrielle. *Type* est une variable muette caractérisant l'entreprise. *Post* est une variable muette qui vaut 1 ou 0 selon que la fourchette est mesurée avant ou après l'adoption des IFRS. $\ln Cap$ mesure le logarithme népérien de la capitalisation boursière de l'entreprise. *Rot* mesure l'intensité des échanges trimestriels sur le titre (nombre de titres échangés sur nombre de titres en circulation). $\sigma(R)$ mesure l'écart type des rentabilités boursières quotidiennes estimé sur le trimestre.

Chacune des 4 colonnes du tableau donne les résultats du modèle selon que la variable muette *Type* représente la taille, le suivi des analystes, le ratio de capitalisation des fonds propres, l'ampleur du déficit informationnel avant l'adoption des IFRS. *Type* vaut 1 lorsque la firme a) est petite, b) est peu suivie par les analystes, c) capitalise faiblement ses fonds propres, d) souffre d'un fort déficit informationnel. *Type* vaut 0 dans le cas contraire. La valeur de *Type* est attribuée sur la base de la valeur médiane de la variable considérée.

La statistique de Student apparaît entre parenthèses. Le coefficient de régression est statistiquement significatif au seuil de 5% si la valeur absolue de la statistique est supérieure ou égale à 1,96 ; au seuil de 1% si la valeur absolue de la statistique est supérieure ou égale à 2,576.

Les données du tableau montrent d'abord que les coefficients des variables de contrôle sont tous significatifs avec le signe attendu. Quel que soit le modèle, β_1 et β_2 sont systématiquement négatifs parce que l'asymétrie informationnelle (ou la liquidité) diminue avec la taille de l'entreprise et l'intensité des échanges boursiers. En revanche β_3 est systématiquement positif parce que le risque lié à la détention d'un titre, que la fourchette vise à rémunérer, augmente avec la variance des rendements du titre. Eu égard à notre problématique, l'étude des coefficients α_j est riche d'enseignements. L'ordonnée à l'origine, α_0 , mesure le logarithme de la fourchette moyenne des entreprises de type 0 avant l'adoption des IFRS. Celle-ci est évidemment statistiquement très significative. Elle est négative puisque la fourchette normée par le prix moyen est systématiquement inférieure à l'unité. Le coefficient α_1 mesure comment le fait d'être de type 1 affectait la fourchette moyenne avant l'adoption des IFRS. Ce coefficient étant généralement nul³, il apparaît que le type de la firme n'affectait pas la fourchette de prix, et par conséquent l'asymétrie informationnelle, avant l'adoption des IFRS. Les petites entreprises ne souffraient pas d'une plus forte asymétrie que les grandes, et vice versa. Ce même constat vaut pour les firmes peu ou très suivies par les analystes. Il vaut aussi pour les firmes qui capitalisent faiblement ou fortement leurs fonds propres comptables.

Le coefficient α_2 montre comment l'adoption des IFRS a affecté les entreprises de type 0. Ce coefficient est systématiquement significatif et négatif, sauf pour ce qui concerne le déficit informationnel. Ceci signifie que les entreprises de grande taille, les entreprises très suivies par les analystes, les entreprises capitalisant fortement leurs fonds propres comptables ont toutes significativement bénéficié de l'adoption des IFRS en termes d'asymétrie d'information. En revanche, les entreprises qui souffraient du plus fort déficit informationnel structurel avant la mise en place en

³ Le coefficient α_1 n'est statistiquement significatif que lorsque la variable *Type* caractérise le déficit informationnel de l'entreprise (dernière colonne du tableau). Le coefficient est alors négatif puisque les firmes de type 1 sont dans ce cas celles dont le déficit informationnel est le plus faible, inférieur par construction à celui des firmes de type 0.

IFRS ont paradoxalement accru ce déficit en recourant aux IFRS. Le coefficient α_3 permet de déterminer si les entreprises de type 1 ont plus (ou moins) bénéficié des IFRS que les entreprises de type 0. Ce coefficient est systématiquement significatif et positif, sauf pour ce qui concerne le déficit informationnel. Il apparaît donc que les entreprises de petite taille, les entreprises peu suivies par les analystes, les entreprises capitalisant faiblement leurs fonds propres comptables ont moins bénéficié de l'adoption des IFRS. La somme des coefficients α_2 et α_3 est même statistiquement positive pour ce qui concerne la taille [$\alpha_2+\alpha_3=0,121$; $T=4,41$] et le suivi des analystes [$\alpha_2+\alpha_3=0,099$; $T=3,03$], ce qui suggère que les entreprises de petite taille et les entreprises peu suivies ont souffert de l'adoption des IFRS. Toutes choses égales leurs fourchettes de prix ont augmenté suite à cette adoption. Les investisseurs jugent que, depuis qu'elles appliquent les IFRS, elles sont plus opaques qu'elles ne l'étaient lorsqu'elles appliquaient les normes françaises. Pour ce qui concerne le déficit informationnel préalable à l'adoption des IFRS, le fait que la somme des coefficients α_2 et α_3 soit statistiquement négative [$\alpha_2+\alpha_3=-0,075$; $T=-2,02$] suggère que les entreprises les plus transparentes, qui affichaient les fourchettes les plus faibles avant le recours généralisé aux IFRS, ont tiré avantage des nouvelles normes comptables.

Au total, comme nous l'anticipions, il apparaît clairement que toutes les entreprises n'ont pas bénéficié pareillement de l'adoption des IFRS. Certaines ont tiré profit de cette adoption. D'autres ont été pénalisées, tout du moins en termes informationnels. L'accroissement des fourchettes des prix résultant de l'application des IFRS suggère que l'application de ces normes a accru leur opacité. Plus précisément, les résultats relatifs à la taille ou au suivi de la firme montrent sans ambiguïté que l'adoption des IFRS a été bénéfique pour les entreprises qui divulguent beaucoup, les plus grandes, et pour les entreprises très suivies. En revanche, elle a pénalisé les entreprises qui divulguent peu et les entreprises peu suivies par les analystes. Autrement dit, l'adoption des IFRS ne fut bénéfique que si

l'information autre que comptable est conséquente. Ceci valide l'idée que les divulgations des entreprises et des analystes permettent aux investisseurs de mettre les données comptables en perspective et de mieux les comprendre. L'information comptable ne serait pas intrinsèquement éclairante, surtout dans un contexte de changement de référentiel comptable. Les investisseurs n'ont pas su interpréter par eux-mêmes l'information produite conformément aux prescriptions des IFRS. Ils ont donc jugé plus opaques les firmes qui n'accompagnaient pas ce changement d'une communication suffisamment abondante. Il conviendrait de tester la permanence de cet effet. On peut en effet penser que les difficultés qu'ont pu avoir les investisseurs pour interpréter les données comptables IFRS des entreprises qui communiquent peu n'ont été que passagères, l'instauration de nouvelles normes nécessitant naturellement une phase d'adaptation. Comme nous le mentionnions précédemment, il n'est malheureusement pas envisageable d'étendre cette étude à une période postérieure à 2008, notamment à cause des réformes réglementaires qui ont elles aussi affecté l'asymétrie informationnelle des titres à partir de 2008. Pour ce qui concerne la taille et le suivi des analystes, les gagnantes sont indubitablement les grandes firmes et les firmes très suivies. Les petites entreprises et les firmes peu suivies sont à l'évidence perdantes, tout du moins sur la période considérée ici.

Pour ce qui concerne la capitalisation des fonds propres, il apparaît que l'adoption des IFRS n'a été bénéfique qu'aux entreprises à forte capitalisation, celles dont la réalité est complexe à transcrire par le biais de la comptabilité. Elle fut sans effet sur les entreprises à faible capitalisation, celles dont la réalité économique et financière est aisément perceptible dans les états financiers [$\alpha_2 + \alpha_3 = -0,041$; $T=1,32$]. Ceci suggère que les IFRS permettent de produire une information plus opportune, utile aux firmes complexes. Les entreprises qui capitalisent fortement leurs fonds propres sont à l'évidence gagnantes. Les firmes qui capitalisent faiblement leurs fonds propres ne sont pas pour autant perdantes.

Les résultats relatifs au déficit informationnel sont surprenants. Ils vont à l'encontre de l'intuition. Il apparaît en effet que les firmes qui souffraient d'un déficit informationnel avant l'adoption des IFRS ont vu ce déficit s'accroître avec l'adoption des IFRS. En revanche, les entreprises les moins pénalisées sur le plan informationnel avant l'adoption des nouvelles normes ont significativement profité de cette adoption. Elles ont vu leurs fourchettes de prix, pourtant déjà faibles, se réduire encore un peu plus. Curieusement, il apparaît que les firmes à faible déficit informationnel sont gagnantes, les firmes à fort déficit étant significativement perdantes.

Cette étude, comme toutes les études des conséquences de l'adoption des IFRS portant sur des entreprises européennes, présente une difficulté majeure qui vient de la multiplicité des réglementations adoptées dans le cadre du processus Lamfalussy dans le but d'accroître la transparence des entreprises de l'Union Européenne⁴. Ces réglementations ayant toutes été adoptées sur un laps de temps très court, il n'est pas aisé d'isoler les impacts d'une réglementation spécifique, l'adoption des IFRS par exemple. Ceci nous a conduits, dans un souci de prudence, à ne pas poursuivre nos investigations au-delà de mars 2008, date d'application de la directive Transparence en France. Il convient d'envisager que les résultats présentés ici puissent être en partie influencés par les effets d'autres réglementations de même nature adoptées elles aussi en 2004 ou 2005. C'est notamment le cas de la directive Abus de Marché qui fut adoptée en France octobre 2004.

⁴ La majorité de ces études portent *de facto* sur des entreprises de l'Union Européenne car c'est dans cette espace qu'on trouve le plus grand nombre de firmes pour lesquelles l'adoption des IFRS est imposée depuis suffisamment longtemps pour conduire des études d'envergure.

6. Conclusion

Retenant la fourchette de prix comme mesure de l'asymétrie informationnelle, nous avons montré que toutes les entreprises n'ont pas profité identiquement de l'adoption des IFRS. Il s'agit, à notre connaissance, de la première étude qui traite ainsi des déterminants des effets des IFRS. Considérant que l'impact des IFRS dépend de la nature, de la qualité et de la quantité d'informations relatives à l'entreprise dont disposent les investisseurs, nous regardons d'abord si l'adoption des IFRS a influencé différemment les grandes firmes, censées divulguées beaucoup, des petites firmes, censées divulguées peu. Nous regardons aussi si elle a influencé différemment les firmes très suivies par les analystes, pour lesquelles l'information en provenance de tiers et notamment d'analystes est conséquente, des firmes peu suivies. Nos résultats montrent que les grandes firmes et les firmes très suivies ont bénéficié de l'adoption des IFRS. Les petites firmes et les firmes peu suivies ont été pénalisées. Ce constat suggère que l'information comptable à elle seule ne permet pas aux investisseurs d'appréhender la réalité de l'entreprise, notamment dans un contexte d'adoption de nouvelles règles comptables. Considérant ensuite que l'adoption des IFRS peut avoir affecté différemment les entreprises dont la comptabilité achoppe à rendre compte de la complexité, celles dont la valeur boursière des fonds propres s'écarte fortement de leur valeur comptable, des entreprises dont la comptabilité traduit aisément la réalité économique, celles pour lesquelles la valeur boursière et la valeur comptable des fonds propres coïncident, nous montrons que les premières ont nettement bénéficié de l'adoption des IFRS. Ce n'est pas le cas des secondes. Ce résultat suggère que l'adoption des IFRS permet aux états financiers de mieux rendre compte de la réalité de la firme quand celle-ci est complexe. Considérant enfin que les IFRS devraient avoir surtout profité aux firmes souffrant d'un déficit informationnel structurel, nous comparons l'évolution de l'asymétrie informationnelle des firmes à fort déficit informationnel à celle des firmes à faible déficit. Nous montrons que les premières ont souffert de l'adoption des IFRS, les secondes en ont bénéficié.

Ce résultat paradoxal suggère que ce sont les entreprises qui avaient le moins à gagner de l'adoption des IFRS qui en ont le plus profité.

Ces constats sont susceptibles de guider le normalisateur comptable dans ses choix. Il devrait prioritairement se soucier des firmes à environnement informationnel riche, les plus grandes et les plus suivies, et des firmes qui doivent rendre compte d'actifs ou d'activités complexes, puisque ce sont elles que les IFRS concernent le plus directement. Ces constats sont également susceptibles de guider les organes de régulation des analystes financiers, en les amenant à veiller à ce que ces derniers n'ignorent pas certaines firmes pour se concentrer sur d'autres. Les recommandations et prévisions qu'ils émettent sont essentielles à la compréhension de l'information comptable, surtout dans un contexte d'adoption d'un nouveau référentiel. Pour la même raison, ces constats devraient conduire les entreprises qui communiquent le moins à intensifier leurs divulgations, notamment dans le but d'accompagner les investisseurs dans l'interprétation des données comptables. Cette nécessité semble particulièrement impérieuse en cas d'évolutions significatives des règles comptables.

Bibliographie

- Ahmed K. et Courtis J. (1999). « Associations between corporate characteristics and disclosure levels in annual reports: a meta-analysis », *British Accounting Review*, vol. 31, n° 1, p. 35-61.
- Ahmed A., Neel M. et Wang D. (2013). "Does mandatory adoption of IFRS improve accounting quality? Preliminary evidence", *Contemporary Accounting Research*, vol. 30, n° 4, p. 1344–1372.
- Brüggemann U., Hitz J-M. et Sellhorn T. (2013). "Intended and unintended consequences of mandatory IFRS adoption: A review of extant evidence and suggestions for future research", *The European Accounting Review*, vol. 22, n° 1, p. 1-37.
- Byard D., Li Y. et Yu Y. (2011). "The effect of mandatory IFRS adoption on financial analysts' information environment", *Journal of Accounting Research*, vol. 49, n° 1, p. 69-96.
- Christensen H., Hail L. et Leuz, C. (2013). « Mandatory IFRS reporting and changes in enforcement », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 56, n° 2-3, p 147-177.
- Daske H., Hail L., Leuz C. et Verdi R. (2008). "Mandatory IFRS reporting around the world: Early evidence on the economic consequences", *Journal of Accounting Research*, vol. 46, n° 5, p. 1085-1142.
- Horton J., Serafeim G. et Serafeim I. (2013). "Does mandatory IFRS adoption improve the information environment?", *Contemporary Accounting Research*, 30, n° 1, p. 388-423.
- Jeanjean T. et Stolowy H. (2008). "Do accounting standards matter? An exploratory analysis of earnings management before and after IFRS adoption", *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 27, n° 6, p. 480-494.
- Kvaal E. et Nobes C. (2012). "IFRS policy changes and the continuation of national patterns of IFRS practice", *The European Accounting Review*, vol. 21, n° 2, p. 343-371.
- Kyle A. (1985). "Continuous auctions and insider trading", *Econometrica*, vol. 53, n° 6, p. 1315-1336.
- Landsman W., Maydew E. et Thornock J. (2012). "The information content of annual earnings announcements and mandatory adoption of IFRS", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 53, n° 1-2, p. 34-54.
- Li S. (2010). "Does Mandatory Adoption of International Financial Reporting Standards in the European Union Reduce the Cost of Equity Capital?", *The Accounting Review*, vol. 85, n° 2, p. 607-636.
- Tan H., Wang S. et Welker M. (2011). "Analyst following and forecast accuracy after mandated IFRS adoptions", *Journal of Accounting Research*, vol. 49, n° 5, p. 1307-1357.
- Verriest A., Gaeremynck A. et Thornton D. (2013). "The impact of corporate governance and IFRS adoption choices", *The European Accounting Review*, vol. 22, n° 1, p. 39-77.
- Yip R. et Young D. (2012). "Does mandatory IFRS adoption improve information comparability?", *The Accounting Review*, vol. 87, n° 5, p. 1767-1789.